

法政大学学術機関リポジトリ  
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

## ユーロの来し方と行く末

著者	渡部 亮
出版者	野村アセットマネジメント研究開発センター
雑誌名	ファンドマネジメント
ページ	26-31
発行年	2011-06-27
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10114/6903">http://hdl.handle.net/10114/6903</a>

# ユーロの来し方と行く末

法政大学 経済学部  
教授 渡部 亮

## 【要約】

ユーロ圏の国家債務危機は、ドイツや北欧などの中核国から南欧諸国など周縁国に向けて過剰融資が行われ、それが不良債権化したものである。中期的な楽観シナリオは、中核国が周縁国を救済するケースである。しかし長期的には、中核国グループのドイツ化が進展する一方で、南欧諸国は北アフリカ諸国と合体し地中海共同体を形成するかもしれない。ユーロは、民主主義、平和共存、自由主義経済を目指す21世紀の一大事業であり、今後数十年間にわたって興亡が延々と続くであろう。

## 1. ユーロ危機の構図

ユーロ圏の国家債務危機（ユーロ危機）は、ドイツや北欧諸国など経常収支黒字国（中核国）の預金が南欧やアイルランドなど経常収支赤字国（周縁国）に貸し出され、それが過剰債務となって不良債権化したという単純な構図に還元できる。したがってユーロ危機の解決策は、周縁国が緊縮耐乏政策によって赤字を削減するとともに債務を返済するか、資金仲介した銀行が不良債権償却（損失計上）するか、中核国が追加融資によって周縁国を救済するしかない。しかしユーロ圏は財政統合されていないので、中核国から周縁国への所得移転という形の救済はできない。そもそも周縁国の緊縮耐乏政策や中核国による救済は、それぞれの側の国民が納得しないであろう。それをあえて断行すれば、政情不安に陥ってしまう。

ユーロ圏諸国の国債は原則として国内債務であって、再編成（リストラクチャリング）の規定もない。債務リストラとは、債務繰延べや条件変更（リスケ）、減免や償却（ヘアカット）を意味するが、

リストラを断行すると銀行の不良債権償却が必要になり金融危機を引き起こしかねない。

ところで、そもそもなぜ過剰債務が発生して債務危機に陥ったかという点、その原因はユーロ自体にあった。換言すれば、ユーロという通貨制度の中に、加盟国間の経済条件を乖離させるような内在的要因が潜んでいたのである。というのは、以下に述べるような理由からである。

## 2. 基礎的経済条件の乖離

第二次世界大戦後70年代末までの間、ギリシャ、ポルトガル、スペインでは専制的独裁政権が続いた。つまり国家債務危機に陥った周縁国は欧州の中では後発国であり、民主化や経済自由化という点でも遅れていた。それが80年代以降、独裁政権崩壊と欧州市場統合によって民主化や自由化の方向に歩み出し、さらに2000年代になると、通貨統合によって経済成長が一気に促進された。アイルランドの場合には、重化学工業化を経ずにコンピュータソフトやバイオといった先端産

業が米英から移植され、経済が活性化した。

これら周縁国では労働供給は豊富だったが、それまでの後進的閉鎖経済のもとで、慢性的な資金不足に悩んでいた。そこにユーロ圏内外から資本が豊富に流入するようになった。名目金利がドイツ並みの低水準に保たれる一方で、周縁国では経済成長率が高く、インフレ率も相対的に高かったので実質金利が低下した。

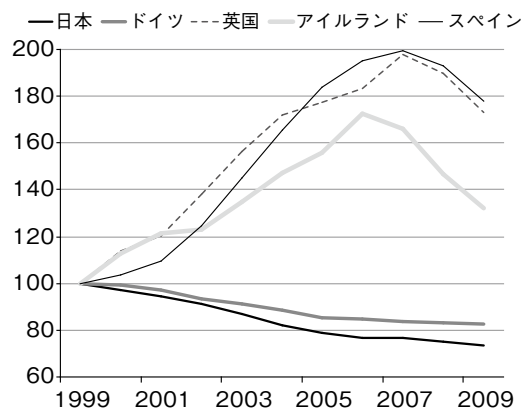
ギリシャは放漫財政、ポルトガルは低成長といったように、事情は国によって異なるが、スペインやアイルランドでは、低金利下で不動産バブルが起きた。民主化や自由化に伴って人口や世帯形成世代が増加し、夫婦共稼ぎによって家計所得も増加した。さらに外資導入に伴って、外国企業や外国人も殺到した。そうしたことが住宅ブームを引き起こした。図表1は、ユーロがスタートした1999年を基準(100)とした住宅価格の推移を示すものである。スペインやアイルランドの住宅価格急騰の跡が窺える。

2000年代前半の好景気の結果、周縁国では労働コストが上昇した。図表2は、ユーロがスタートした1999年を基準(100)とした労働コスト指数(賃金指数÷生産性指数)の推移を示す。2000年以降の10年間に、ドイツの労働コストの上昇率が4%であったのにたいして、ギリシャは40%強、スペインは30%弱上昇した。それだけドイツの競争力が強化されたわけである。周縁国における賃金上昇自体は、中核国との所得格差の縮小という意味で歓迎すべきものであったが、生産性上昇率を上回る形での賃金上昇は、基礎的経済条件の乖離を引き起こした。

このことは、周縁国の実質為替相場の上昇を意味した。なぜなら、名目の為替相場はユーロ圏内では同一だが、周縁国の労働コスト(基礎的インフレ率)が上昇したからである。図表3に示すように、ドイツの実質実効為替相場が安定していたのにたいして、周縁国では2001～08年に急上昇し、それによって周縁国の経常収支も悪化した。

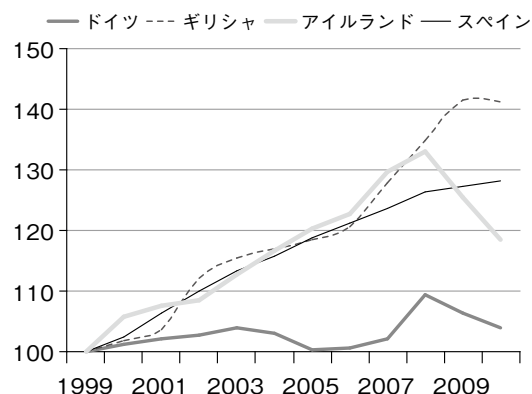
図表4は、欧州諸国の経常収支をグループ別

【図表1】 住宅価格 (1999年=100)



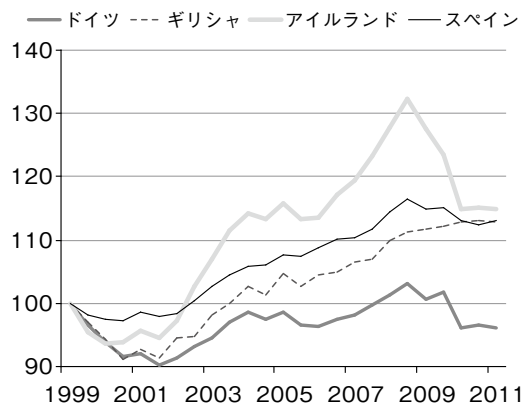
(出所) OECD統計

【図表2】 労働コスト (1999年=100)



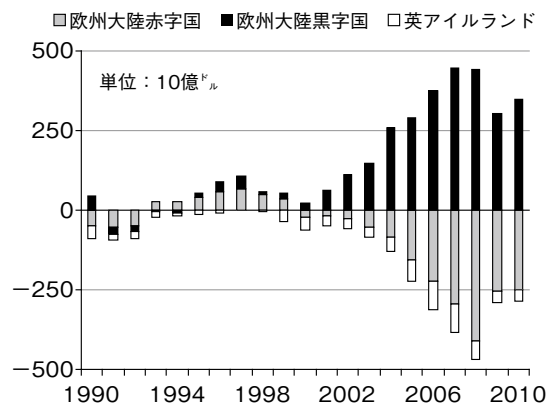
(出所) OECD統計

【図表3】 実質実効為替相場 (1999年=100)



(出所) BIS統計

【図表4】 グループ別の経常収支



(出所) IMF統計

に示す。「欧州大陸赤字国」とは、南欧、中東欧諸国にフランスとベルギーを加えた国々、また「欧州大陸黒字国」はドイツ、オランダ、オーストリアに北欧諸国を加えた国々を意味する。2008年にかけて赤字国の経常赤字と黒字国の経常黒字が、ともに急増した。もちろんユーロ圏ないし欧州全体として合計すれば、赤字と黒字は相殺し合うのだが、問題は合計できないところにある。言うまでもなく、財政統合が進んでいないからである。かりに財政統合されたとしても、基礎的経済条件が収斂しないかぎり、持続不可能であろう。通常の国が収支不均衡を解決する場合には、名目の為替レートを切り下げればよいのだが、周縁国には通貨切り下げのオプションもない。

### 3. ユーロ成立の経緯

ユーロの正式名は「経済通貨同盟 (Economic and Monetary Union)」だが、これは二重の意味で誤称である。なぜなら第一に、通貨を統合しただけで基礎的経済条件は収斂せず、逆に乖離してしまったからである。前節で述べた労働コストの格差がそのことを如実に物語っている。経済条件の収斂を経て通貨統合に向かうという意味で「経済通貨同盟」と命名されたのだが、現実には通貨統合したあとで経済条件の収斂を目指した

わけだから「通貨経済同盟」と命名すべきであった。

ユーロが始動した1999年当時、将来の方向性として深化と拡大の二つの道筋が提示された。「深化」とは、ユーロ参加国の経済条件収斂による統合の深耕であり、「拡大」とは、ユーロ加盟国数の増加である。しかし収斂は困難であったから、実態は拡大の方向に向かい、当初12カ国の加盟国数が17カ国に増加した。ギリシャは2001年に遅れて参加したが、当初から参加したポルトガル、スペイン、アイルランドも、ドイツや北欧諸国と同じ通貨を共有することに無理があった。

誤称という第二の理由は、経済通貨同盟の最終着地点が政治統合だったことである。ユーロを推進したコール元独首相やミッテラン元仏大統領、ドロール元欧州委員長は、政治統合を最終的な目標としていたが、そうした意図は伏せていた。筆者が政治統合の意図を感知したのは、ドイツの三大銀行（当時）が90年代に毎年フランクフルトで開催した「欧州銀行会議」の場であった。96年の会議にゲスト・スピーカーとして登場したコール首相（当時）は「ナショナリズムは戦争だ」と述べて、通貨切り下げ競争が近隣窮乏化によって世界大戦を引き起こした悲劇を、聴衆に思い起こさせた。戦争を避けるためには通貨統合が必要であることを訴えたのである。

翌97年欧州銀行会議にはボルカー元FRB議長が登場し「ユーロは、経済的には困難だが、政治的なプロジェクトだから成功する可能性がある」と述べた。当時の多数意見は、ユーロの実現可能性を疑問視していたので、このボルカー発言は印象的であった。そもそも財政支出権限や徴税権を異にする主権国家が、単一の通貨と金融政策だけを共有するのは無理だと広く認識されていたのである。それにもかかわらず通貨統合が実現したのは、まさに独仏政府首脳の政治的意思によるものであった。それは、冷戦下で対ソ連防衛と両独統合が悲願であったドイツと、強力なドイツ経済を懐柔したいという思惑を持つフランスの

利害が一致したからであった。通貨統合を誘うフランスに応じる形で、ドイツが平和国家の証しとしてドイツ・マルクを放棄したのである。

ドイツの三大銀行がこうした会議を主催したのは、国際金融ビジネスをロンドンからフランクフルトに移す戦略を持っていたためであろう。銀行はユーロ振興に肩入れし、政治家にもロビー活動をしたと考えられる。しかし、現実には政治統合はもちろんのこと、経済統合もあまり進まなかった。

#### 4. 機能主義と政府間主義

政治的背景をより詳しく知るためには、ユーロ成立の経緯を振り返る必要がある。

欧州（西欧）では第二次世界大戦後、まず50年代初頭に欧州石炭鉄鋼共同体が形成され、それが60年代初頭には欧州経済共同体（EEC）に発展し、財市場の統合が実現した。経済統合の気運は80年代に一層高まり、86年に単一欧州議定書、92年にはマーストリヒト条約が締結されて、経済通貨同盟（EMU）への道筋が敷かれた。

前述のように、この段階で独仏政府首脳は、財政統合を経て政治統合を目指す方向性を暗黙のうちに了解したように思える。ただし政治統合まで一気に到達できないので、二国間政府協定の積み重ねによって統合を深化させようとした。そのために援用されたのが、機能主義と政府間主義の論理であった。「機能主義(functionalism)」とは、大きな制度改正や新しい超国家的機関を設立せず、現状の枠組みの中で、できることから順に手を付けてゆくという段階的接近法である。機能主義は、ユーロ加盟国相互の二国間協定を積み重ねる「政府間主義(Inter-governmentalism)」につながる。政府間主義は超国家主義の対極にある方法論である。実際、経済通貨同盟（ユーロ圏）では、欧州中央銀行（ECB）以外の超国家的常設機関を設立しなかった。そのECBの唯一の政策目標はインフレ抑制であり、国家債務

危機や金融危機にたいする備えを欠いていた。つまりユーロ圏には金融危機や債務危機にたいする耐震構造が不在だったのである。

しかし危機に直面した現在、さまざまな応急措置が講じられ、通貨制度としてのユーロは次第に変容している。遅ればせながら、欧州中央銀行以外の制度も出来つつある。

#### 5. 応急手当

冒頭で述べたように、ユーロ危機を解決するためには、ドイツなど中核国の負担によって周縁国を救済するか、周縁国が猛烈な緊縮耐乏政策に甘んじるかどちらしかない。しかし前者は中核国が、また後者は周縁国が納得しない。ドイツは、自国の競争力強化の実績を盾にして、周縁国にも労働コスト削減を迫っている。救済などできないというのがドイツの国民感情である。逆に周縁国の国民感情からすれば、緊縮耐乏政策を迫られるのは耐えられないであろう。周縁国としては、ドイツ流の厳しい経済運営を押しつけられ、経済的自主権を喪失するのであれば、もっとドイツから財政支援を受けたいという論理になる。

しかしそもそもリスボン条約125条が債務国救済を禁止している。2010年5月のギリシャ危機では、自然災害などの緊急事態を想定した特例条項（122条）を発動して救済した。当初は債務国の国債を購入しないと宣言していた欧州中央銀行も、ギリシャ危機後には一転して大量購入に踏み切り、救済に加担した。そうした例外的措置に加えて、欧州金融安定基金（EFSF）が立ち上げられ、債務国にたいして緊縮耐乏政策を迫る一方、欧州連合（EU）やIMFによる公的資金投入が実施された。そして2010年12月のEU首脳会議では、このEFSFを欧州安定メカニズム（ESM）として、2013年6月以降に恒久化する構想が合意された。

ESMは欧州版IMFとも呼ばれるが、二国間政府協定を積み重ねる制度であって、IMFのよう



な超国家的常設機関ではない。そもそもユーロ圏は財政統合ではないので、連帯保証のESM債発行も不可能である。保証はあくまでも二国間ベースの上限付き個別保証にすぎない。

もっともESMを通じた債務国向け融資には集団行動条項 (collective action clause) を付けて、債務国が支払い不能と認定された場合には、債権者は債務国との協議を経て債務リストラを強制できるようになる。その場合、銀行などの民間債権者は、満期繰延べや条件変更、債務減免といった形で負担を負わされる。つまり集団行動条項とは、ESMを通じた保証付き公的融資 (ブリッジローン) という形で債務国を救済するとともに、民間債権者 (銀行) にも損失を迫るという債務リストラ条項である。しかし手順を間違えると、国家債務危機が銀行債務危機を惹起し、さらには銀行自身の債権者 (機関投資家や預金者) にも負担が及ぶ可能性がある。

ともあれ、これまでの体制 (bail-out体制) のもとでは、国家債務のリストラは実施せず、アイルランドの銀行救済を含めて、民間銀行は潰さないという原則を踏襲してきた。それが2013年以降のESM体制 (bail-in体制) では、債務リストラを制度的に容認する方向に転換する。ESM体制のもとでは、債務リストラと並行してEMSを通じた公的支援も行うわけだが、こうした形で実質的な債務不履行 (デフォルト) を糊塗する点がきわめて欧州である。

## 6. 鍵を握るのはドイツ

もともと欧州では、エリート政治家が人智の限りを尽くして、政治的安定と経済的繁栄を生みだしてきた。米国とは異なり欧州では、市場経済システムに任せるよりも、政治家の手練手管によって市場の猛威を閉じ込めたり、飼い馴らしたりする傾向が強い。ユーロの将来に関しても、鍵を握るのは独仏政府首脳の手練手管である。

ドイツは、コール政権 (82~98年) 時代に、ソ連の軍事的脅威への抵抗と両独統合に伴う負担によって経済が低迷した。コーポラティズム (企業、労組、政府の三者による共同決定方式) の経済システムと社会民主主義の政治システムも機能不全に陥った。その後シュレーダー政権 (98~05年) の時代に、徹底的な緊縮耐乏政策と経済構造改革によって体力を取り戻し、現在のメルケル政権へバトンタッチした。そのメルケル政権は、ユーロ圏周縁国の債務危機に直面したあと、逡巡を繰り返しながらも、ドイツ主導型のあたらしい枠組み作りに乗り出した。それを一言でいえば、欧州委員会 (EC) 主導によるEU共同歩調 (一速アプローチ) から、ドイツ主導によるユーロ圏とEUの分離 (二速アプローチ) への転換である。ユーロ圏内の債務国にたいして緊縮財政と節約勤勉を迫ることによって、ドイツ流の経済ガバナンスを強制する。

アプローチの仕方は変わっても、統合にたいする政治的な熱意が薄れたわけではない。フィッシャー元独外相は「EUの理念は勢力均衡ではなく統合である」(2010年10月EU Institute in Japanでの講演) と述べ、またショイブレ独蔵相も「統合のためには主権の部分的制限が必要」(2010年12月6日付けフィナンシャル・タイムズ) と記した。そうした意味で統合気運は存続している。しかし一方でドイツ憲法裁判所が09年9月に「EUは主権国家の連合体である」という判断を示し、財政統合や政治統合は封印された。

## 7. 欧州のドイツ化と地中海共同体

ユーロ危機は、依然として予断を許さない。短期的には、ギリシャが債務不履行に陥る可能性もある。そうなればユーロ離脱に追い込まれる可能性もある。かりに周縁国が国家債務危機を乗り越えたとしても、いくつかの解決すべき問題が残される。第一に、加盟国間に経済条件の格差と、その格差に起因する経常収支の基礎的不均衡が

存在することである。周縁国の救済を続ければ、格差や不均衡を容認することになる。各国が独自の通貨を持っていれば、為替レート切下げによって輸出主導型の経済成長を遂げ、それによって基礎的財政収支を黒字化することができるかもしれないが、通貨切下げのオプションがないと、負債デフレの状況から脱却できないであろう。

第二に、黒字国から赤字国への資本移動を担う銀行の資本基盤が脆弱なことである。今後周縁国の債務リストラが行われ、銀行の不良債権償却が実施されれば、民間銀行が損失計上を余儀なくされて、銀行危機を引き起こしかねない。またギリシャ危機勃発以降、欧州中銀は周縁国の銀行に国債担保融資を行ったり、国債を市場から買い入れたりした結果、巨額の周縁国国債を保有するに至った。そのため今後周縁国で債務リストラが実施されれば、欧州中銀自身が不良債権を抱えることになる。それを貨幣化すればインフレ懸念が高まる。

ブンデスバンク月報によれば、周縁国向け債権者の中心はドイツとフランスの銀行だから、危機は独仏の銀行にも波及するであろう。独仏で銀行危機が起きれば国内政治が紛糾するから、銀行とその債権者（預金者）だけではなく、納税者も負担を迫られるであろう。その場合、銀行への公的資金注入が必要になるが、それには莫大な財政負担がかかる。4月にS&Pが米国債の格付けを安定的展望（stable outlook）から否定的展望（negative outlook）へと変更したが、このことがフランス国債（現在AAA格）の格下げに及ぶようだと、ESM体制で中核を担うフランスの保証も有効性を失うかもしれない。

そうした可能性も含めて、筆者は、中期的にはドイツが救済資金の相当部分を負担する形で事態が進展すると考える。通貨統合によって最大の恩恵を受けたのはドイツであり、そのドイツが通貨統合の守護神になるのは自然な姿である。楽観的シナリオは財政統合が進み、将来は連帯保証

のESM債が発行され、救済資金の原資となるケースである。ユーロは、民主主義、平和共存、自由市場経済を実現するグローバリゼーションのシンボルであり、域内格差と国家間対立を克服する使命を担っている。

しかし数十年先の長期を展望すれば、ドイツと北欧に中東欧を加えた北東連合と、地中海周辺の南部連合が分離する可能性もある。前者は現代版神聖ローマ帝国であり、その通貨はユーロに北を意味するNを付けたNeuro（ニューロ）と呼ばれるかもしれない。一方後者は地中海共同体と呼ぶべき連合で、あらたに民主化を進めるエジプトやチュニジアなど北アフリカ諸国も巻き込むかもしれない。その通貨は南を意味するSudo（シュード）となるかもしれない。ニューロ圏とシュード圏内では財政統合が実現し、それぞれニューロ建てとシュード建ての連帯保証債が発行されるかもしれない。

微妙なのはフランスの立場である。心情的には地中海共同体に近いが、北東連合と袂を分けて、ドイツの脅威に直面する可能性もある。ひとつの可能性として考えられるのは、英仏接近である。英国は米国と歴史的に特別な関係があるが、逆にフランスは米国にたいして敵愾心を抱いてきた。しかし米国経済の弱体化と欧州にたいする影響力の低下によって、英仏は米国に気兼ねすることなく、独自の外交を展開できるようになった。リビア制裁で英仏が共同歩調をとったのにたいして、米国とドイツは介入を差し控えたのが象徴的である。英仏両国が地中海共同体の後見役をたし、新生ドイツと向き合うというのが、将来の欧州の長期的構図である。その場合、アイルランドは英仏連合の側に入るであろう。

国家債務問題の解決は厄介である。82年のメキシコに端を発した南米債務危機は、約10年後の90年代初頭になり、ブレイディ・ボンド発行によってようやく収束した。2010年5月のギリシャ債務危機を発端とする今回のユーロ危機が収束するのも、相当先のことになるであろう。